

ПРОМОМЕД: рынок оценивает вчерашний денежный поток, а не сегодняшний поворот

Одна из самых быстрорастущих публичных компаний России торгуется по 4,9 годовых прибылей прогноза 2026 года. В начале августа компания раскрыла предварительные итоги полугодия – выручка выросла на 76%, то есть быстрее собственного годового плана. Разбор того, почему оценка при этом не сдвинулась, что именно рынок не отработал за последний месяц и сколько бумага может стоить через три года.

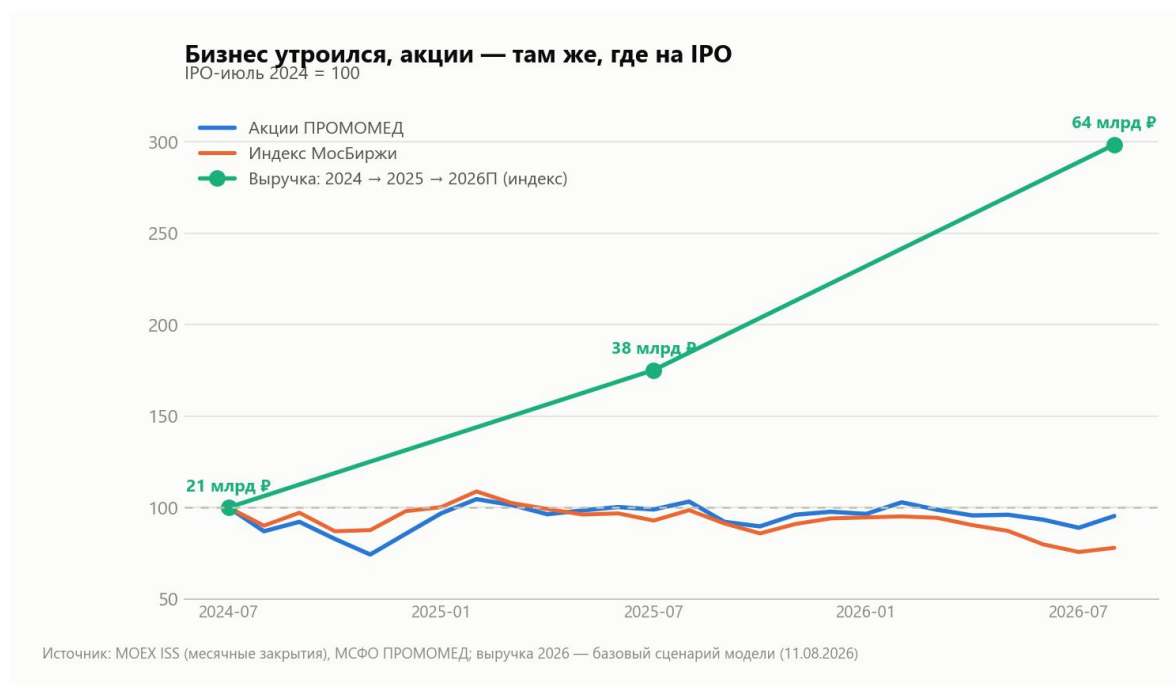
Цена 352,65 руб., капитализация 74,9 млрд руб., EV 100,0 млрд руб.

Главный тезис: оценка живёт в 2025 году, а бизнес уже в 2027-м

За два года после IPO выручка ПРОМОМЕД выросла с 21 до 38 млрд руб., а в 2026 году идёт к 64 млрд. Акция за то же время не выросла вообще. Причина не в том, что рынок не видит роста – рост очевиден из отчётности. Причина в том, что до июля 2026 года у компании не было ни одного года с положительным свободным денежным потоком, а весь рост финансировался долгом под 15–20% годовых. Это делало историю неудобной для консервативного инвестора.

В конце июля это ограничение начало сниматься: за неделю компания заключила две крупные факторинговые сделки, то есть переключила финансирование оборотного капитала в другой режим. Одновременно ключевая ставка опустилась до 14%, а дивидендная политика подошла вплотную к ступеньке, которая при переходе долговой нагрузки через 1,0х удваивает выплату.

Целевая цена – 620–650 руб. на 12 месяцев, потенциал 76–84%. Вывод – покупать, с оговорками по ликвидности бумаги и по срокам.



Тезис распадается на шесть независимых утверждений. Каждое проверяется отдельно.

Тезис 1. Рост подтверждён уже не прогнозом, а фактом полугодия: выручка +76%, причём темп ускоряется

Компания заявила на 2026 год рост выручки на 60% (до примерно 60 млрд руб.), рентабельность EBITDA 45%, рентабельность чистой прибыли 20% и долговую нагрузку ниже 2,5х. Гайденс подтверждался дважды – 20 апреля и 20 мая 2026 года. Компания выполнила прогноз в 2024 году и перевыполнила в 2025-м (выручка +75,2% против плана +75%, рентабельность EBITDA 41% против плана 40%).

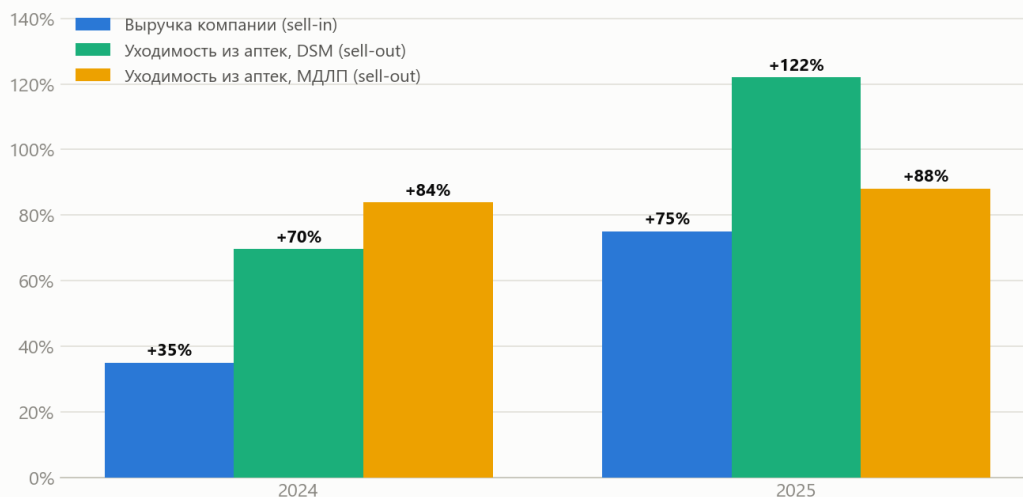
5 августа 2026 года гайденс перестал быть обещанием. Компания сообщила, что выручка группы за 6 месяцев 2026 года выросла на 76% год к году. Это предварительная цифра, полная отчётность по МСФО выходит 31 августа, но её достаточно для арифметики. Выручка первого полугодия 2025 года составляла 12,98 млрд руб., значит первое полугодие 2026 года – около 22,8 млрд руб. Первый квартал 2026 года уже опубликован, 7,3 млрд руб. Остаток и есть второй квартал: примерно **15,5 млрд руб. против 8,49 млрд годом ранее, то есть плюс 83%.**

Темп не замедлился после первого квартала, а ускорился: 63% в первом квартале, 83% во втором. Это важно, потому что именно первый квартал в мае напугал рынок – о нём отдельный тезис ниже.

Гайденс подтверждается и тремя независимыми от компании замера.

Замер первый: продажи из аптек, а не отгрузки дистрибьюторам. Ключевой риск быстрорастущей фармкомпании – "набить" канал: отгрузить дистрибьюторам больше, чем купят пациенты, и показать выручку, которая потом схлопнется. У ПРОМОМЕД два года подряд наблюдается обратное: уходимость препаратов из аптек растёт быстрее отгрузок.

Продажи в аптеках растут быстрее отгрузок дистрибьюторам
темп роста г/г. Sell-out опережает sell-in два года подряд — выручка не «набита» в канал



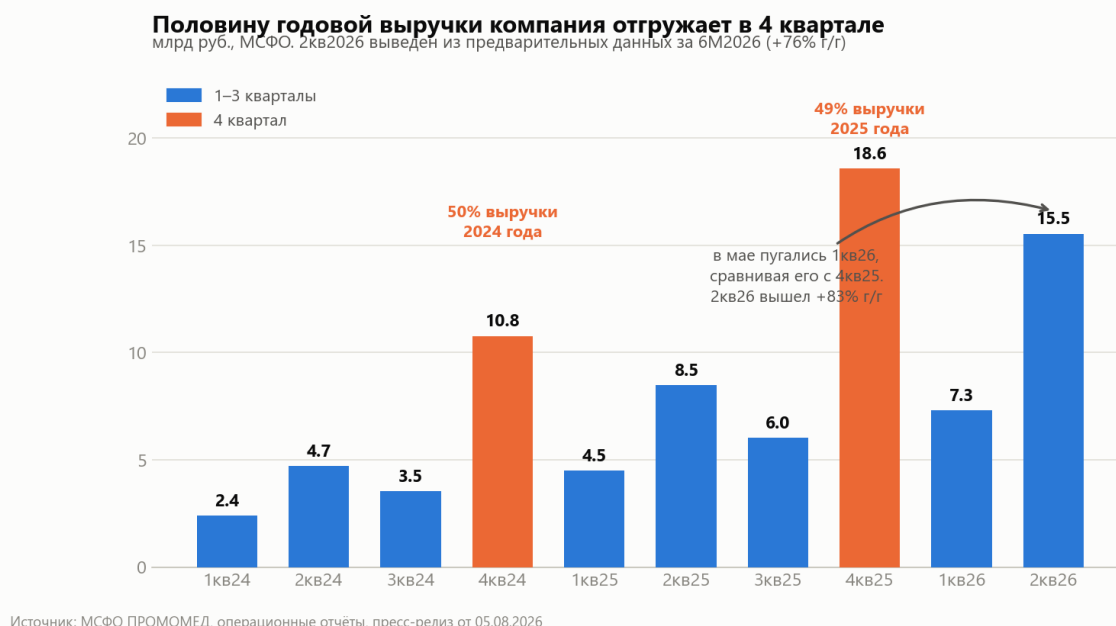
Источник: пресс-релизы МСФО ПРОМОМЕД 2024 и 2025 (данные DSM Group, МДЛП)

Замер второй: доля рынка. По данным DSM Group, в мае 2026 года ПРОМОМЕД впервые стал производителем номер один коммерческого аптечного рынка России, а в июне удержал первое место с долей 4,1% и объёмом продаж 6,56 млрд руб. – на 9,4% больше мая. Простая арифметика: 6,5 млрд руб. в месяц в розничных ценах – это около 78 млрд руб. в год розничных продаж, что при типичной для коммерческого рецептурного сегмента наценке товаропроводящей цепочки 1,5–1,7 раза соответствует примерно 46–52 млрд руб. отгрузок в ценах производителя. Коммерческий канал – 77% выручки группы в первом квартале 2026 года. Итого расчётная годовая выручка группы – 60–68 млрд руб. Это ровно гайденс, полученный из данных третьей стороны. В релизе от 5 августа компания добавила, что флагманский препарат Тирзетта на протяжении всего 2026 года остаётся самым продаваемым препаратом в российских аптеках.

Замер третий: отчётность операционной компании по РСБУ. Выручка ООО "ПРОМОМЕД ДМ" – главного операционного и торгового звена группы – за первое полугодие 2026 года выросла на 103,3%, до 38,98 млрд руб. Это отчётность отдельного юрлица, её нельзя переносить на группу напрямую: перечень операций у ДМ шире консолидированной выручки, и в 2024–2025 годах отношение "выручка ДМ к выручке группы" дрейфовало с 1,20 до 1,38–1,48. Но даже при консервативном пересчёте это давало выручку группы за полугодие 23–28 млрд руб. Фактические 22,8 млрд оказались чуть ниже нижней границы этого коридора – полезное напоминание, что РСБУ-пересчёт годится только как направленный сигнал.

Тезис 2. Испуг после первого квартала был артефактом сезонности, и полугодие это доказало

Выручка первого квартала 2026 года составила 7,3 млрд руб. против 18,6 млрд руб. в четвёртом квартале 2025 года. Падение на 61% за квартал выглядит катастрофой – и именно так его читали в мае. Это ошибка чтения.



В 2024 году на четвёртый квартал пришлось 50% годовой выручки, в 2025-м – 49%. Причина структурная и двойная: государственные тендеры (бюджетный канал – треть выручки) концентрируются в конце года, а дистрибьюторы закупают запас под январь. Компания прямо написала в отчёте за 2025 год про "расширение складских запасов под закупки контрагентов в начале 2026 года".

Корректное сравнение – год к году: 7,3 против 4,5 млрд руб., то есть плюс 63% при росте фармрынка на 12%. Второй квартал снял вопрос окончательно: 15,5 млрд руб. и плюс 83%.

Дополнительный вывод по первому кварталу: отгрузки тогда, судя по всему, были ниже фактического потребления. Продажи препаратов ПРОМОМЕД от ожирения и диабета 2 типа в аптеках за квартал составили 9,24 млрд руб. в розничных ценах (данные DSM, приведённые Forbes) – это 5,4–6,2 млрд руб. в ценах производителя при наценке 1,5–1,7 раза, тогда как весь эндокринологический сегмент отгрузил 4,8 млрд руб. Вывод верен при любой наценке цепочки ниже примерно 1,9 раза. Канал разгружался, а спрос шёл впереди отчётной выручки.

Отдельная слабость первого квартала – онкология: 0,7 млрд руб. против 1,2 млрд годом ранее. Причина названа компанией: в 2026 году ключевые тендеры сдвинуты во второе полугодие. Это создаёт риск исполнения, но не риск спроса, и во второе полугодие этот объём возвращается.

Тезис 3. Годовой план практически снят с риска: второму полугодю достаточно вырасти на 51%

Полугодие принесло 22,8 млрд руб. Чтобы выполнить годовой ориентир в 60 млрд, второму полугодю нужно дать 37,2 млрд руб. – это рост на 51% к 24,6 млрд руб. второго полугодия 2025 года. Требуемый темп ниже уже достигнутого, причём по двум независимым причинам он скорее будет превышен: сезонность работает в пользу второго полугодия (половина годовой выручки приходится на четвёртый квартал), а онкологические тендеры сдвинуты именно туда.

Если второе полугодие повторит темп первого, год закроется на 66 млрд руб. Прогнозная модель поставлена консервативнее: базовый сценарий – **64 млрд руб. по итогам 2026 года**, то есть рост во втором полугодии на 67%, а не на 76%.

Отдельное наблюдение по гайденсу. Прогноз компании на 2026 год внутренне противоречив в консервативную сторону. Рентабельность EBITDA 45% при выручке 60 млрд даёт EBITDA 27 млрд. Вычитая амортизацию около 1,9 млрд, чистые финансовые расходы около 5 млрд и налог 26%, получается чистая прибыль порядка 14,8 млрд, то есть 24–25% выручки, а не заявленные 20%. Разница примерно в 3 млрд руб. – это либо запас консерватизма (компания второй год перевыполняет собственные цели), либо непроговорённая стоимость факторинга. В обоих случаях один из двух ориентиров будет нарушен: или рентабельность EBITDA окажется ниже 45%, или прибыль выше 20%.

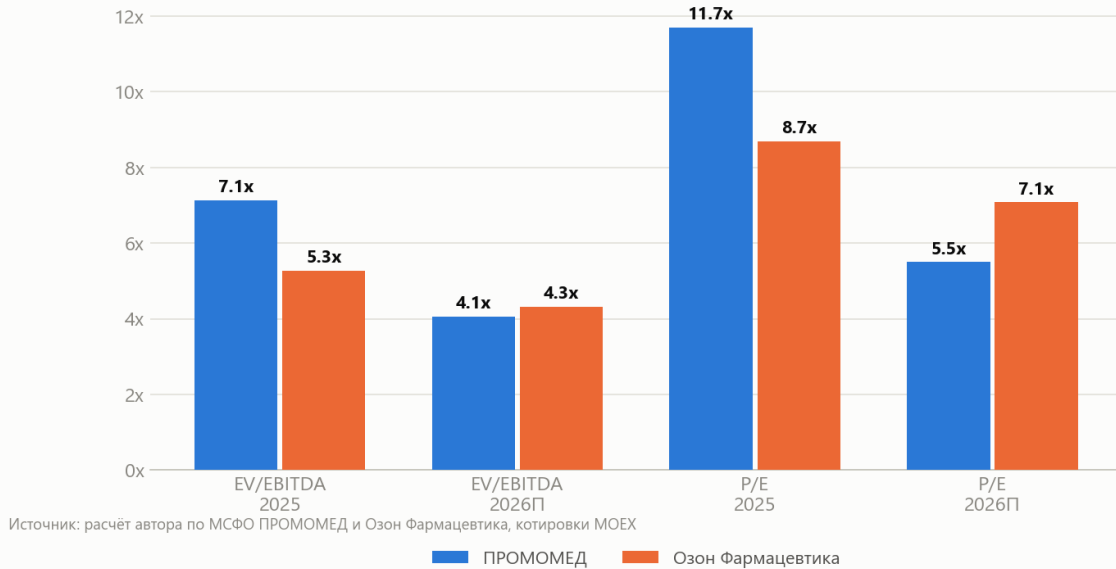
Тезис 4. Дешевизна возникла механически: бизнес утроился, цена осталась на месте

С IPO в июле 2024 года акция потеряла около 12%, индекс МосБиржи – около 30%. Бумага опередила рынок примерно на 18 процентных пунктов, но акционер всё равно в минусе, пока выручка выросла в три раза. Оценка сжалась с 3,6 выручки 2024 года до 1,2 выручки 2026 года.

Сравнение с единственным публичным аналогом – Озон Фармацевтикой (капитализация 48,9 млрд руб., чистый долг 9,2 млрд, долговая нагрузка 0,8х) – даёт нетривиальную картину: по факту 2025 года ПРОМОМЕД дороже (EV/EBITDA 6,5х против 4,9х, P/E 10,4х против 7,9х), по прогнозу на 2026 год – дешевле (P/E 4,9х против 6,4х при сопоставимом EV/EBITDA). Разница целиком в темпе: плюс 70% против плюс 20% роста выручки.

На 2025 год дороже конкурента, на 2026-й — дешевле

мультипликаторы к цене 10.08.2026. Рост выручки 2026П: ПРОМОМЕД +70%, Озон Фармацевтика +20%

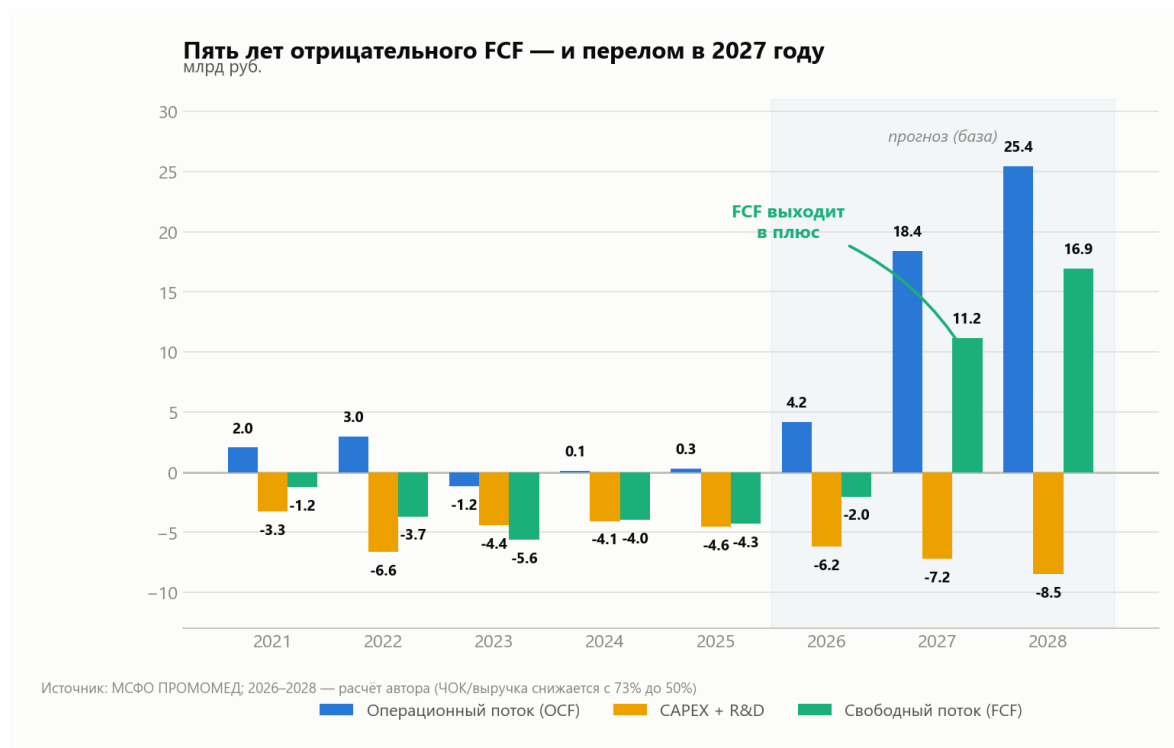


- **Капитализация:** 74,9 млрд руб. против 48,9 у Озон Фармацевтики
- **Чистый долг:** 25,1 против 9,2 млрд руб.
- **Выручка 2025:** 37,6 против 31,6 млрд руб.
- **Рентабельность EBITDA 2025:** 40,7% против 37,9%
- **Рост выручки 2026П:** плюс 70% против плюс 15–25%
- **EV/EBITDA 2026П:** 3,6x против 4,0x
- **P/E 2026П:** 4,9x против 6,4x
- **Среднедневной оборот:** 65 против 115 млн руб.
- **Free float:** 8,5% против примерно 10%

Оговорка, без которой сравнение неполно: весь российский рынок акций стоит дешёво при ставке 14%, и 4,9 годовых прибылей — это не абсолютная аномалия, а умеренная премия к очень дешёвому рынку. Аномалия в другом: премия за рост, который втрое выше, чем у аналога, отсутствует полностью.

Тезис 5. Единственная реальная проблема — денежный поток — начала решаться в конце июля, и это ещё не в цене

Пять лет подряд свободный денежный поток отрицательный: минус 1,3, 3,7, 5,6, 4,0 и 4,3 млрд руб. в 2021–2025 годах. Причина не в капитальных вложениях — они, наоборот, снизились с 4,6 до 1,9 млрд руб. Причина в оборотном капитале: 27,5 млрд руб. на конец 2025 года, то есть 73% годовой выручки. Дебиторская задолженность оборачивается 206 дней (было 260), запасы — около 350 дней себестоимости.



Факторинг — это продажа дебиторской задолженности банку. Компания отгружает товар с отсрочкой платежа, но деньги получает сразу, а ждать оплаты от покупателя и нести риск его неплатежа будет уже банк. За это берётся комиссия.

Что произошло в конце июля. Две крупные сделки за шесть дней, с разными факторами:

- **24 июля** ООО "ПРОМОМЕД ДМ" заключило с ООО "РБ Факторинг" договор финансирования под уступку денежных требований. Размер сделки в раскрытии — до 21,76 млрд руб., или 62,3% стоимости активов эмитента, срок неопределённый.
- **30 июля** раскрыто увеличение лимитов финансирования по генеральному договору об общих условиях факторингового обслуживания № 843-A2 от 27.11.2018 с ООО "Сбербанк Факторинг". Размер сделки — до 19,32 млрд руб., или 48,93% стоимости активов.

Одна сделка могла быть заменой истекающего договора. Две за неделю, с разными контрагентами, обе квалифицированы как крупные — это осознанный разворот в финансировании оборотного капитала. Напомним, что в 2025 году компания действовала прямо наоборот: объём факторинга сокращала, и это стоило операционному потоку 3,1 млрд руб. Хорошо видно в раскладке компании: EBITDA 15,3 минус запасы 6,1 минус дебиторка 2,2 минус факторинг 3,1 плюс кредиторка 2,5 минус проценты 5,6 минус налоги 2,0 плюс прочее 1,4 равно операционный поток 0,27.

Осторожность по цифрам, которую стоит сохранить. Заголовочные суммы 21,76 и 19,32 млрд руб. складывать и считать доступным финансированием нельзя, по трём причинам:

- "Размер существенной сделки" в российском раскрытии считается как максимально возможная сумма обязательств с комиссиями за весь срок. У соседнего раскрытия по кредитной линии Альфа-Банка тот же расчёт дал 10,26 млрд руб. при фактическом лимите 5,0 млрд — коэффициент 2,05 раза.
- Проценты берутся от активов ООО "ПРОМОМЕД ДМ" по РСБУ (39,47 млрд руб. на 30.06.2026 в одной сделке и 34,93 млрд на 31.03.2026 в другой), а не от активов группы по МСФО (71,0 млрд руб.). Сопоставлять эти проценты с групповыми показателями некорректно.
- Программы отзывные: фактор вправе в одностороннем порядке уменьшить или отменить лимит.

По цене факторинг тоже не выигрыш: банковский долг у компании привлечён под ключевую ставку плюс 2,00–3,45%, факторинг без регресса для рейтинга ruA стоит примерно ключевая плюс 3–6. Смысл сделок в другом: они не расходуют банковские лимиты, масштабируются вместе с продажами, снимают дебиторку с баланса и передают кредитный риск покупателя банку.

Три следствия, из которых рынок пока не отработал ни одного:

- **Оборотный капитал перестаёт быть стоп-краном роста.** Компания получает механизм превращать дебиторку в деньги по мере роста продаж, а не через 206 дней.
- **Отчётность за полугодие почти наверняка покажет резкое улучшение операционного потока – и читать это надо осторожно.** Если структура признаётся продажей актива, дебиторка уходит с баланса, деньги приходят в операционный поток, а стоимость факторинга садится в финансовые расходы. Красивый операционный поток будет частично финансированием, а не операционным улучшением. Это ловушка для тех, кто прочитает только первую строку.
- **Стоимость не бесплатна.** При комиссии на уровне ключевой ставки плюс 3–5 процентных пунктов полная выборка лимитов стоила бы несколько миллиардов рублей в год. Именно это, а не операционная слабость, вероятно и объясняет консервативность прогноза компании по чистой прибыли.

В базовом сценарии модели свободный поток выходит в плюс в 2027 году (плюс 11,2 млрд руб.) – за счёт снижения оборотного капитала с 73% до 55% выручки, замедления капитальных вложений и падения процентных платежей. Даже 2026 год близок к точке безубыточности по свободному потоку (минус 2,0 млрд руб.).

Инвестиции в развитие не сокращаются – они переехали из бетона в молекулы

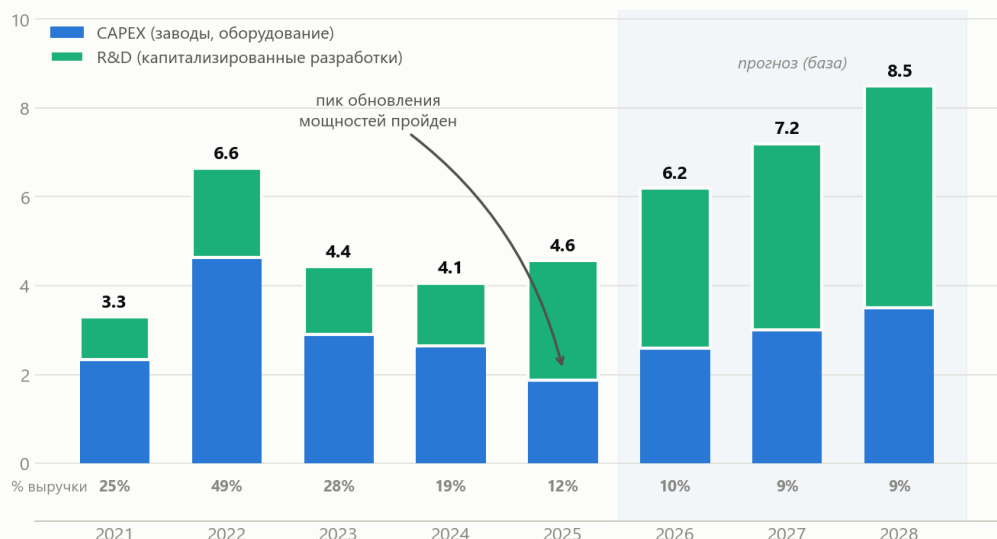
Естественное возражение к прогнозу выхода в положительный поток: растущей фармкомпании нужны большие вложения. Ответ из трёх частей, и первая – не предпосылка модели, а факт отчётности.

Капвложения снижаются четвёртый год: 4,63 млрд руб. в 2022-м, 2,90 в 2023-м, 2,65 в 2024-м, 1,87 в 2025-м. Формулировка компании прямая: "замедление капитальных вложений связано с завершением основной фазы обновления мощностей". В 2025 году запущены участок преднаполненных шприцев на 12 тыс. шприцев в час и участок ветеринарных препаратов в таблетках, онкоцех достраивается в 2026-м. Мощности в Саранске – свыше 220 тыс. кв. м, до 360 млн флаконов и ампул и до 1,8 млрд таблеток в год; расширять их под текущий рост не требуется.

Совокупные инвестиции при этом не падают, а меняют форму: расходы на исследования и разработки выросли с 1,0 млрд руб. в 2021 году до 2,69 млрд в 2025-м (73% суммы – клинические исследования). В модели совокупные вложения растут с 4,6 до 8,5 млрд руб., снижаясь лишь как доля выручки – с 12,1% до 9,2%.

Инвестиции не сокращаются — они переехали из бетона в молекулы

млрд руб. CAPEX падает с 4,6 до 1,9, R&D растёт с 1,0 до 2,7 и далее

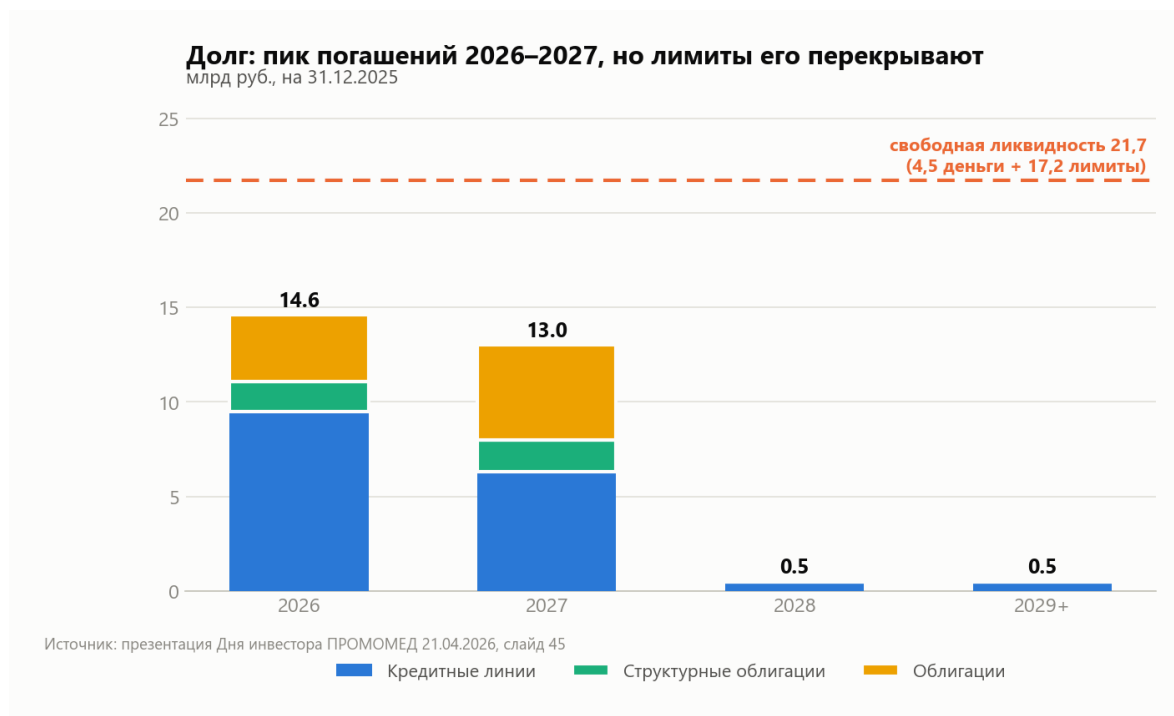


Источник: отчёт о движении денежных средств МСФО ПРОМОМЕД; 2026–2028 — расчёт автора

Тезис 6. Долг превращается из риска в рычаг: 86% обязательств по плавающей ставке при ключевой 14% и цикле снижения

На 31.12.2025 долг с арендой и структурными облигациями – 29,4 млрд руб., денежные средства – 4,2 млрд, чистый долг – 25,1 млрд, отношение к EBITDA – 1,65x (годом ранее 2,05x). Средневзвешенная ставка снизилась до 14,6% с 16,0%. Покрытие процентов EBITDA – 2,7x в 2025 году и 4,5x в базовом сценарии 2026 года.

Пик погашений 2026–2027 годов (14,6 и 13,0 млрд руб.) полностью перекрыт свободной ликвидностью 21,7 млрд руб., причём в июне-июле 2026 года компания добавила ещё около 14 млрд руб. новых линий с длинными сроками: Альфа-Банк – лимит до 5 млрд руб. со сроком до 31.12.2031; ВТБ – до 3,88 млрд руб. до 15.06.2029; соглашение об общих условиях кредитных сделок на 5 млрд руб. до 22.06.2029. В марте 2026 года погашен выпуск 002P-01 на 3,5 млрд и размещён 002P-03 на 6,8 млрд до 2028 года. Кредитный рейтинг ООО "ПРОМОМЕД ДМ" 15 июня 2026 года повышен агентством Эксперт РА до ruA.



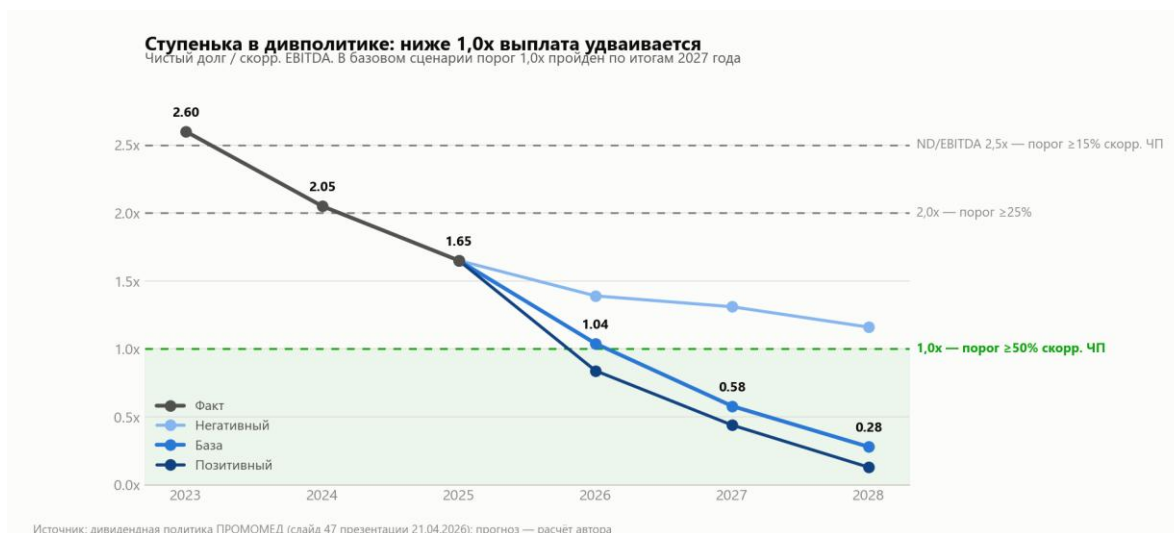
Ключевая ставка 24 июля 2026 года снижена до 14,00% – десятое снижение подряд и пятое в 2026 году. Следующее заседание – 11 сентября. При 86% плавающих обязательств каждые 100 базисных пунктов снижения ставки дают около 0,25 млрд руб. экономии до налогов, или примерно 0,9 руб. на акцию чистой прибыли. Путь от 14% к 10% – это около плюс 4 руб. к прибыли на акцию, порядка 6% прибыли, плюс переоценка мультипликатора, которая обычно весит больше.

Здесь важна честность: тот же рычаг работает в обратную сторону. Разворот денежно-кредитной политики – главный макрориск позиции, более значимый, чем любой операционный.

Тезис 7. Дивиденд превращается из символического в двузначный, и ступенька уже вплотную: 1,04х против порога 1,00х

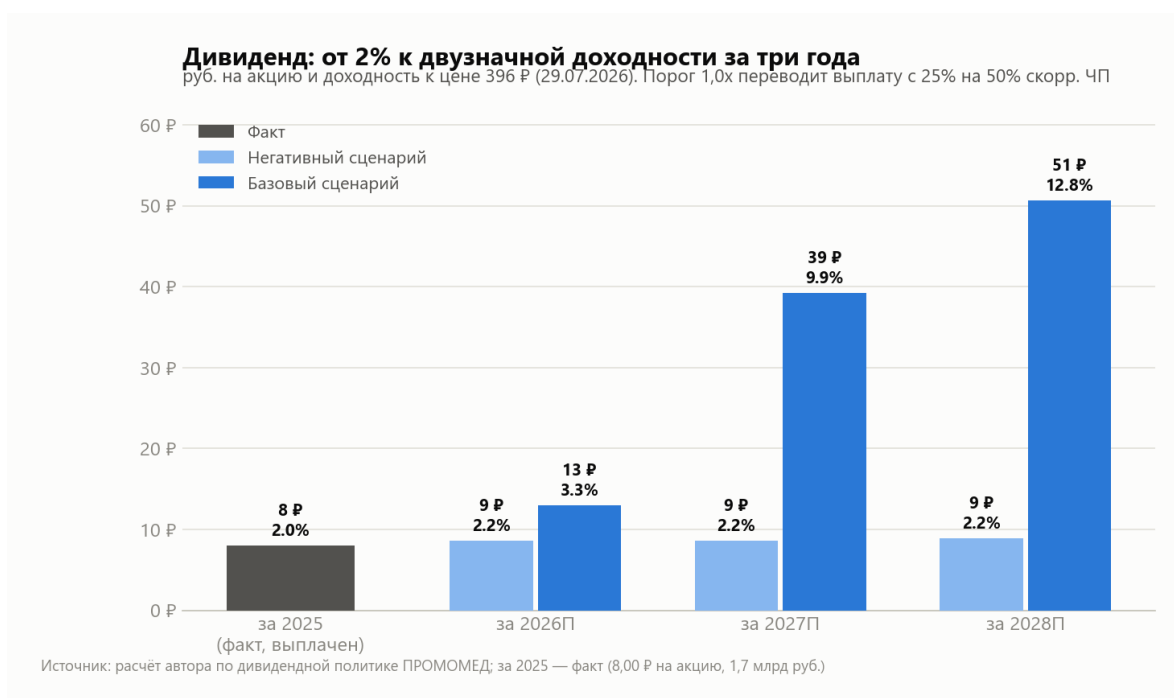
Дивидендная политика привязана к отношению чистого долга к скорректированной EBITDA: при значении 2–2,5х платится не менее 15% скорректированной чистой прибыли, при 1–2х – не менее 25%, **при 1,0х и ниже – не менее 50%**. В марте 2026 года совет директоров исключил из политики требование положительного операционного денежного потока как условия выплаты – прямой сигнал о намерении платить и в фазе отрицательного свободного потока.

В базовом сценарии долговая нагрузка на конец 2026 года получается 1,04х. Это в пределах точности модели: любое отклонение в лучшую сторону – чуть быстрее нормализуется оборотный капитал, чуть выше EBITDA, чуть больше эффект факторинга – переводит выплату за 2026 год с 25% на 50% базы, то есть примерно с 13 до 26 руб. на акцию (с 3,7% до 7,4% к текущей цене). За 2027 год в базовом сценарии выходит 39 руб., это 11,1% к цене 352,65 руб. В осторожном варианте, где факторинг учитывается как долг и порог проходится только в 2028 году, дивиденд за 2027 год составит около 19 руб., или 5,4%.



За 2025 год выплачено 8,00 руб. на акцию (1,7 млрд руб., доходность около 2,3%). База выплаты – не чистая прибыль МСФО, а прибыль, скорректированная на капитализированные вложения в основные средства и нематериальные активы с обратным добавлением амортизации по ним. То есть, по сути, показатель, близкий к свободному потоку. Отсюда расхождение, на которое стоит обратить внимание: компания называет выплату "46% скорректированной чистой прибыли", тогда как к чистой прибыли МСФО 7,17 млрд руб. это 24%. Обе цифры корректны в своих определениях, но публичная коммуникация здесь оптимистичнее, чем читается с первого взгляда.

Это не история "купить под дивиденд сегодня". Это история про то, что через год-два бумага по текущей цене становится инструментом с двузначной доходностью, если рост состоится.

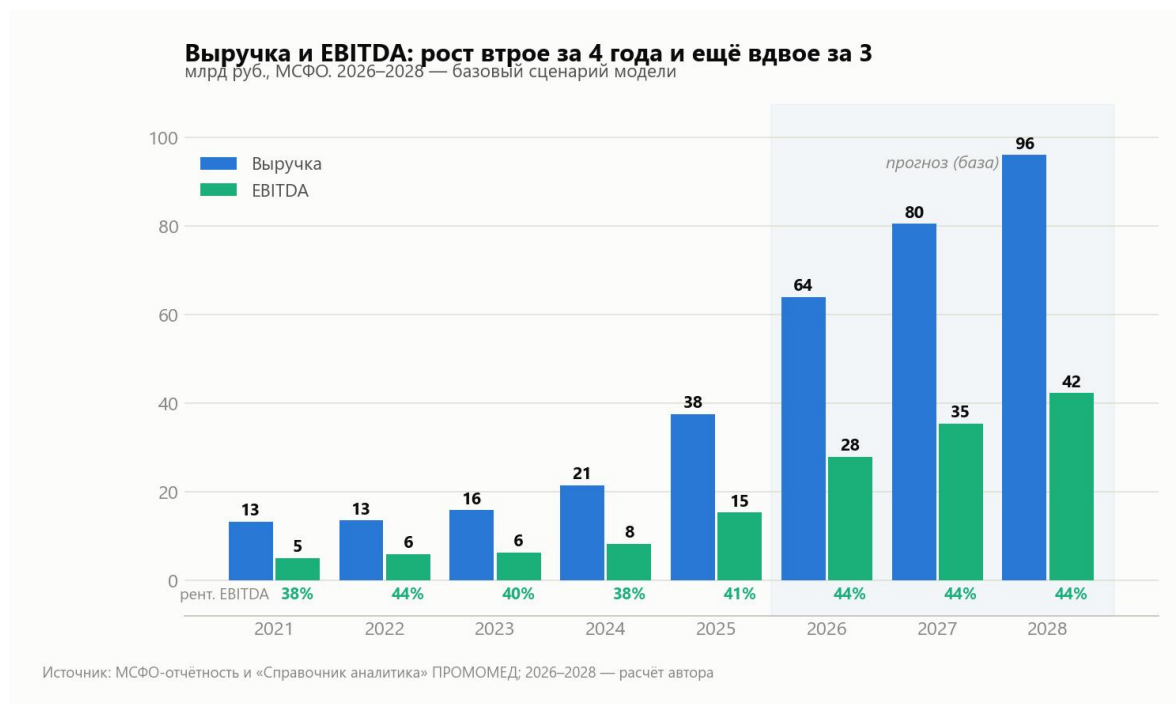


Прогнозная модель на три года: три сценария, различающиеся ценовой войной

Модель строится от выручки: эндокринология – от роста рынка ГПП-1 и доли компании, онкология – от календаря тендеров и запусков, прочие препараты – от инерции релевантного рынка. Ставка налога на прибыль 26%, стоимость капитала 20%.

ГПП-1 (в англоязычной литературе GLP-1) – класс препаратов, имитирующих гормон, который вырабатывается в кишечнике после еды: они замедляют опорожнение желудка и подавляют аппетит. Изначально созданы для лечения диабета 2 типа, затем стали основой современной терапии ожирения. Это самый быстрорастущий сегмент российского фармрынка и главный источник роста компании.

Базовый сценарий, млрд руб.: выручка 64,0 в 2026 году, 80,5 в 2027-м, 96,0 в 2028-м (рост плюс 70%, плюс 26%, плюс 19%). EBITDA 27,8 / 35,4 / 42,2 при рентабельности 43,5% / 44% / 44%. Чистая прибыль 15,3 / 21,5 / 27,0, то есть 72 / 101 / 127 руб. на акцию. Свободный поток минус 2,0, плюс 11,2, плюс 16,9. Чистый долг 28,8 / 20,4 / 11,8, долговая нагрузка 1,04х / 0,58х / 0,28х. Дивиденд 13 / 39 / 51 руб. P/E к цене 352,65 руб. – 4,9х / 3,5х / 2,8х.



Негативный сценарий (ценовая война в дуополии): выручка 58,0 / 65,0 / 70,0, рентабельность EBITDA падает с 40% до 34%, чистая прибыль застывает на 11,6–11,9 млрд руб., прибыль на акцию 55 / 55 / 56 руб.

Позитивный сценарий: выручка 68,0 / 92,0 / 117,0 при рентабельности EBITDA 46%, чистая прибыль 18,0 / 27,0 / 36,4 млрд руб., прибыль на акцию 85 / 127 / 171 руб.

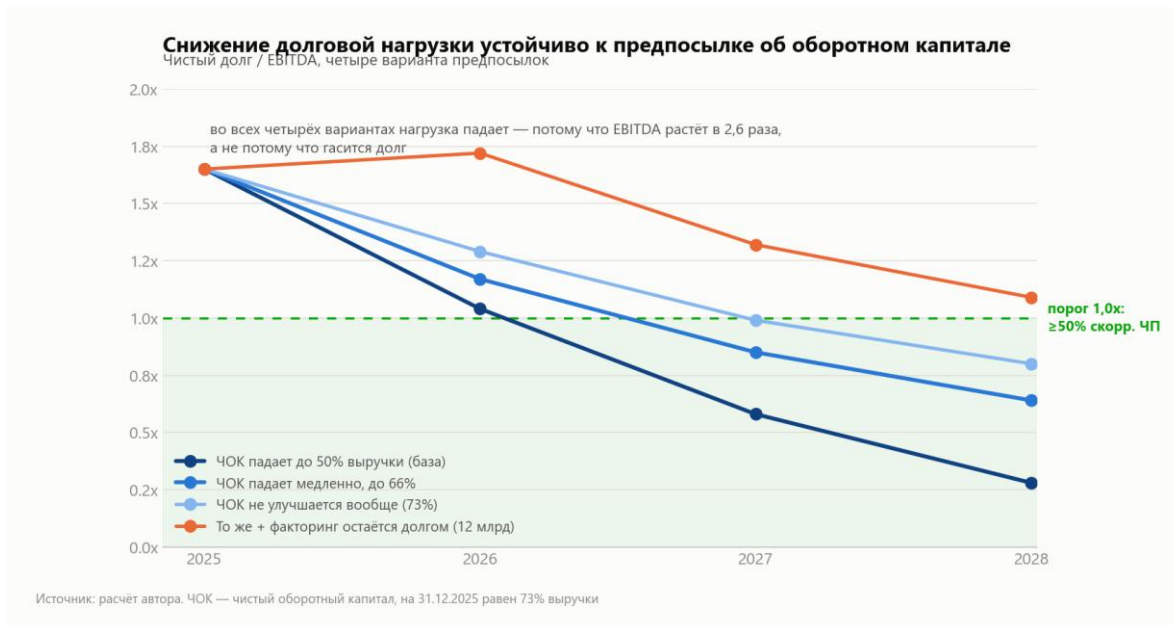
Расчёт целевой цены

Оценка ведётся по EBITDA 2027 года с приведением к текущему моменту по ставке 20% годовых.

- **Негативный**, вес 25%, множитель 4,5х: 352 руб. на конец 2027 года, приведённая 273 руб.
- **Базовый**, вес 50%, множитель 6,0х: 904 руб., приведённая 702 руб.
- **Позитивный**, вес 25%, множитель 6,5х: 1 206 руб., приведённая 936 руб.
- **Взвешенная оценка: 653 руб.**

Множитель 6,0х для базового сценария – это паритет с Озон Фармацевтикой по 2026 году плюс небольшая премия за темп и минус дисконт за free float 8,5% и второй уровень листинга.

Проверка на предпосылке об оборотном капитале – главной неизвестной до 31 августа. Абсолютный чистый долг в осторожных вариантах почти не меняется, падает отношение, потому что EBITDA растёт в 2,6 раза. Целевая цена сдвигается с 653 руб. (оборотный капитал падает до 50% выручки) до 636 руб. (падает медленно, до 66%), 627 руб. (не улучшается вообще, 73%) и 605 руб. (то же плюс факторинг, учтённый как долг на 12 млрд руб.). Свободный поток 2027 года при этом гуляет от плюс 3,7 до плюс 11,2 млрд руб., а дивиденд за 2027 год – от 19 до 39 руб.



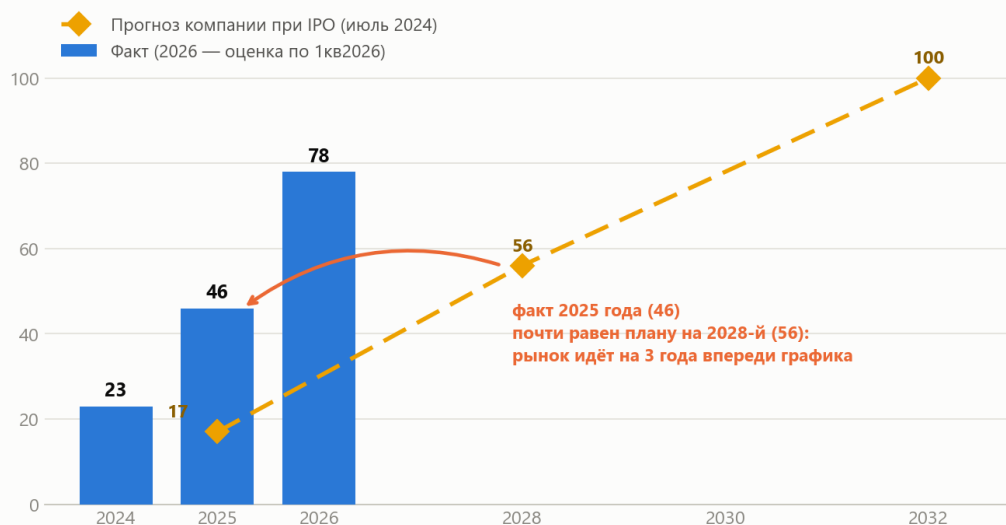
Целевая цена – 620–650 руб., потенциал 76–84%. Консенсус аналитиков расположен в диапазоне 500–730 руб. (Freedom Finance Global 500 руб. в мае 2026 года, Финам 592 руб., Атон 730 руб.). Совпадение с консенсусом получено из других предпосылок: прибыль в модели выше как гайденса компании, так и большинства оценок, но множитель применён более скромный.

Чего рынок боится обоснованно

Доля рынка исчерпана как драйвер. Это главный аргумент против, и он сильный. При IPO компания обещала 26% релевантного рынка терапии ожирения и диабета 2 типа в 2025 году и 53% в 2032-м. Фактически в 2025 году доля составила 39%, а в первом квартале 2026 года – 53,6%. Цель 2032 года достигнута за шесть лет до срока. Сам рынок при этом тоже опережает график: 46 млрд руб. по факту 2025 года против плана 17 млрд, то есть примерно уровень, который планировался на 2028 год.

Рынок терапии ожирения и диабета 2 типа в России

млрд руб., релевантный рынок (9 МНН), в ценах производителей



Источник: презентация Дня инвестора ПРОМОМЕД 21.04.2026 (IQVIA, ЦРПТ); 2026 — оценка автора по 1 кв 2026 (20,2 млрд руб., +143% г/г)

Вывод из графика двойной. Хорошая новость — рынок в 2,7 раза больше, чем предполагала модель IPO. Плохая — доля выше расти почти не может. Дальнейший рост эндокринологического сегмента зависит целиком от роста рынка, а рынок после удвоения в 2025 году неизбежно замедлится. В модели это заложено: рост выручки падает с 70% в 2026 году до 19% в 2028-м.

Ценовая война в дуополии. В первом квартале 2026 года ПРОМОМЕД (9,24 млрд руб.) и Герофарм (7,57 млрд руб.) собрали почти весь рынок объёмом 17 млрд руб. ПРОМОМЕД лидирует в тирзепатиде (Тирзетта 5,74 млрд против Седжаро 2,8 млрд), Герофарм — в семаглутиде (Семавик 4,7 млрд против 3,4 млрд). Ценовое расхождение заметное: месячный курс Семавика начинается примерно от 4 тыс. руб., Тирзетты — около 7,2 тыс. руб. за дозировку 5 мг. Пока рынок растёт втрое в год, места хватает обоим. Когда рост замедлится, единственным способом удержать долю станет цена — и рентабельность 45% превратится в 35%. Это и есть негативный сценарий модели.

Патентная и регуляторная неопределённость. Евразийский патент на тирзепатид прекратил действие в России с ноября 2024 года по заявлению патентообладателя, а Герофарм в декабре 2024 года подавал иски о принудительной лицензии. Юридический риск для Тирзетты сейчас невысок, но обратная сторона медали — низкий барьер входа для третьих игроков. Отдельный риск — возможное расширение государственного регулирования предельных цен на молекулы класса ГПП-1.

Ликвидность и техническое навесное давление. Free float 8,5%, что в деньгах составляет около 6,4 млрд руб. Среднедневной оборот в июле — 65 млн руб.; после публикации предварительных результатов он вырос (171 млн руб. 5 августа, 146 млн 7-го, 152 млн 10-го), но это всплеск на новости, а не новая норма. Позиция в такой бумаге строится лимитными заявками и не закрывается быстро. Следующая конверсия структурных облигаций в акции ожидается во втором полугодии 2026 года — free float должен вырасти до 10% для соответствия требованиям первого котировального списка. В моменте это давление, в перспективе — переход в первый список и путь к включению в индексы.

Программа долгосрочной мотивации, по которой нет цифр. 3 и 5 августа 2026 года совет директоров подводил итоги второго года программы долгосрочной мотивации ООО "ПРОМОМЕД ДМ": утверждены предварительная и итоговая оценки ключевых показателей эффективности участников, отдельным вопросом определялось значение дисконта, следом — выплата премии. Раскрытие не содержит ни сумм, ни механики

расчёта, поэтому оценить влияние на прибыль и на возможное размывание доли акционеров по этим сообщениям нельзя. Это вопрос к менеджменту на вебинаре 31 августа.

Качество раскрытия. Компания активно использует собственные определения: "релевантный рынок", "индекс эволюции", "скорректированная чистая прибыль". Все они раскрыты в сносках и внутренне корректны, но сравнивать ПРОМОМЕД с кем-либо по этим метрикам нельзя. Контролирующий акционер – Пётр Белый – владеет подавляющей долей капитала.

Спрос на препараты от ожирения – потребительский. Терапия стоимостью 4–7 тыс. руб. в месяц из своего кармана чувствительна к реальным доходам. Это не защитная фарма из перечня жизненно важных препаратов, доля которого в выручке, кстати, снизилась с 67% до 60%.

Что смотреть и когда: 31 августа – главный катализатор года

31 августа 2026 года выходят операционные результаты и отчётность по МСФО за первое полугодие, в 12:00 по Москве компания проводит вебинар. Что важно в этой публикации:

- **Выручка за полугодие.** Ориентир 22,5–23,2 млрд руб. Существенно ниже – значит, "рост реализации на 76%" считался не по выручке МСФО.
- **Рентабельность EBITDA за полугодие.** Ориентир 38–41% при годовом плане 45%. В 2025 году было 34% в первом полугодии и 44% во втором.
- **Срок операционного денежного потока и раскрытие по факторингу.** Сколько из улучшения дала уступка дебиторской задолженности, а сколько – реальный операционный цикл. Главный вопрос всей отчётности.
- **Оборачиваемость дебиторской задолженности.** Ниже 150 дней против 206 – подтверждение перелома.
- **Чистый долг и его отношение к EBITDA на 30 июня.** Проверка того, насколько близка дивидендная ступенька 1,0х.
- **Динамика онкологии.** Подтверждение того, что тендеры сдвинуты, а не потеряны.
- **Вопрос менеджменту про программу долгосрочной мотивации.** Суммы, механика, влияние на капитал.

Источник: [Усиленные Инвестиции](#)